

# Witold Sawicz

---

## Kształtowanie zasad wykonywania mandatu funkcjonariuszy spółki akcyjnej w warunkach "wrogiego przejęcia" na gruncie XIII Dyrektywy Parlamentu Europejskiego...

---

Studia Lubuskie : prace Instytutu Prawa i Administracji Państwowej Wyższej Szkoły Zawodowej w Sulechowie 8, 67-88

---

2012

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

WITOLD SAWICZ

Doktorant

Uniwersytetu Adama Mickiewicza w Poznaniu

# Kształtowanie zasad wykonywania mandatu funkcjonariuszy spółki akcyjnej w warunkach „wrogiego przejęcia” na gruncie XIII Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie ofert przejęcia (2004/25/WE)

## 1. Uwagi wstępne

Podstawowym wspólnotowym aktem prawnym, regulującym przejęcie kontroli nad publiczną spółką akcyjną, w tym również wrogie przejęcie<sup>1</sup>, jest XIII Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie ofert przejęcia<sup>2</sup>. Dyrektywa weszła w życie 21 kwietnia 2004 r., ale fakt, iż prace nad nią trwały niemalże 30 lat, świadczy, jak kontrowersyjnej materii dotyczy przedmiotowa regulacja. Faktem jest też, iż kompromisy, jakie konieczne były do jej formalnego

---

<sup>1</sup> W dyrektywie nie użyto wyrażenia „wrogie przejęcie”, ani innych podobnych wyrażeń spotykanych w literaturze przedmiotu, ale – tytułem przykładu – spotyka się zwroty: „konstrukcje i mechanizmy obronne”, „oferta przejęcia”, „spółka będąca przedmiotem oferty”. Przedmiot regulacji niewątpliwie dotyczy pośrednio również zagadnienia tzw. wrogich przejęć, o czym świadczy choćby treść art. 9 oraz art. 11 przedmiotowej dyrektywy.

<sup>2</sup> Dz.Urz. UE z 30 kwietnia 2004 r., L 142, s. 12. Uwaga: w dalszej części pracy stosowany będzie skrót XIII Dyrektywa UE.

przyjęcia, doprowadziły, zdaniem wielu przedstawicieli doktryny i praktyki, do wypaczenia celu tej regulacji<sup>3</sup>.

XIII Dyrektywa UE dotyczy wyłącznie spółek, których wszystkie lub niektóre z ich papierów wartościowych są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, w rozumieniu dyrektywy 93/22/EWG<sup>4</sup>, w jednym lub większej liczbie państw członkowskich UE<sup>5</sup>. Podstawowym celem dyrektywy była potrzeba skoordynowania i zharmonizowania procedur przejęć spółek publicznych poprzez zniesienie barier dla ich dokonywania, które to bariery były dopuszczalne w prawie krajowym poszczególnych państw. Drugim celem było zapewnienie minimalnego, ale w miarę możliwości jednolitego standardu ochrony akcjonariuszy w sytuacji, gdy zastała im złożona publiczna oferta zbycia lub wymiany akcji. Harmonizację regulacji przejęć spółek publicznych uznano za jeden z podstawowych warunków powstania silnego europejskiego rynku kapitałowego, który ułatwiłby korporacjom europejskim konsolidację, a tym samym zwiększył ich konkurencyjność w stosunku do spółek spoza UE. Taka generalna intencja autorów dyrektywy stanowić może niewątpliwie istotny argument przemawiający za korzystnym wpływem rynku przejęć spółek akcyjnych na gospodarkę, którego to tzw. wrogie przejęcia stanowią istotny element.

Pierwszą tezą niniejszego artykułu jest stwierdzenie, iż w Unii Europejskiej, w świetle treści XIII Dyrektywy UE w sprawie przejęć, „wrogie przejęcia” zalicza się do korzystnych zjawisk gospodarczych, a harmonizację regulacji przejęć spółek publicznych uznaje za jeden z podstawowych warunków powstania silnego europejskiego rynku kapitałowego.

---

<sup>3</sup> K. Oplustil, *Obrona przed wrogim przejęciem publicznej spółki akcyjnej w prawie europejskim i polskim* (Cz. I), PS 2006, nr 5, s. 13 i n.; C. Podsiadlik, *Wrogie przejęcie spółki*, Warszawa 2003, s. 58 i n. W opinii ówczesnego komisarza ds. rynku wewnętrznego dyrektywa ta: „(...) nie jest warta nawet papieru, na którym została napisana (...)”, cyt. za: V. Edwards, *The Directive on Takeovers Bids-not worth the paper it's written on*, *European Company and Financial Law Review*, vol. 1, nr 4/2004, s. 417.

<sup>4</sup> Dyrektywa Rady z dnia 10 maja 1993 r. w sprawie usług inwestycyjnych w zakresie papierów wartościowych (Dz.Urz. z 11.06.1993, L 141, s. 23), zmieniona w 2003 r. dyrektywą 2002/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady (Dz.Urz. z 11.02.2003, L 35, s. 1).

<sup>5</sup> Zgodnie z art. 1 ust. 1 XIII Dyrektywa UE wyłącza spod zakresu stosowania również oferty przejęcia dotyczące papierów wartościowych banków centralnych oraz papierów wartościowych wyemitowanych przez spółki, których celem jest zbiorowe inwestowanie kapitału pozyskiwanego publicznie, w których jednostki uczestnictwa są na żądanie ich posiadaczy odkupowane lub umarzane bezpośrednio lub pośrednio z aktywów spółki.

Drugą tezą jest stwierdzenie, iż jednym z następstw uznania „wrogich przejęć” za korzystne zjawisko rynku kapitałowego jest ograniczenie możliwości podejmowania środków obrony przez funkcjonariuszy spółki, czego wyrazem jest sformułowana w XIII Dyrektywie UE zasada neutralności i zasada przełamania.

Przeprowadzona poniżej analiza regulacji XIII Dyrektywy UE, ma na celu wskazanie i wyjaśnienie preferowanych, w tym zakresie, przez ustawodawcę UE wzorców. Dyrektywa wykładni systemowej, nakazująca interpretację prawa krajowego zgodnie z normami prawa europejskiego, ułatwi formułowanie zasad wykonywania mandatu funkcjonariuszy spółki w warunkach „wrogich przejęć” spółki akcyjnej na gruncie Kodeksu spółek handlowych (KSH).

Fakt, że wymagania co do standardów wykonywania mandatów przez funkcjonariuszy spółek publicznych muszą być wyższe, nie stoi na przeszkodzie, by regulacje te stanowiły wzór także dla spółek niepublicznych. Uwaga ta jest tym bardziej istotna, że z liczby 8969 spółek akcyjnych zarejestrowanych w Polsce<sup>6</sup> zaledwie kilka procent z nich ma status spółki publicznej.

## 2. Ewolucje w pracach nad XIII Dyrektywą UE

Pierwszą propozycję rozwiązań harmonizujących rynek przejęć we wspólnocie europejskiej zaproponował prof. Robert Pennington w aneksie do dokumentu pt. *Report on Takeovers Offers and Others Offers*. Raport powstał na zlecenie Komisji Europejskiej i opublikowany został w listopadzie 1974 r.<sup>7</sup> Zaproponowane przez autora raportu rozwiązania opierały się w znacznej mierze na regulacjach brytyjskich, ale nie spotkały się z aprobatą ani Komisji Europejskiej, ani większości państw członkowskich. Komisja Europejska zdecydowała się na zmodyfikowanie zaleceń przedstawionych w raporcie R. Penningtona i w trzy lata później przedstawiła w dokumencie pt. *Recommendations on Securities*

---

<sup>6</sup> Dane GUS na dzień 31.12.2009 r.

<sup>7</sup> European Commission, *Report on Takeovers Offers and Others Offers*, XI/56/74. Ewolucje w pracach nad harmonizacją rynku przejęć przedstawił szczegółowo: K.J. Hopt, *Takeovers regulation in Europe – The battle of 13<sup>th</sup> directive on takeovers*, 2002, 15 August JCL 1, 8. S. Grundman, *Europaisches Gesellschafts-recht*, Heidelberg 2004, s. 436; S. Maul, D. Muffat-Jeandet, *Die EU-Übernehmerichtlinie-Inhalt und Umsetzung in nationales recht* (Tail I), *Die Aktiengesellschaft*, Nr 5/2004, s. 222.

*Transactions* ich nową wersję<sup>8</sup>. Również i tym razem proponowane regulacje, mające na celu harmonizację rynku przejęć, spotkały się z krytyką państw członkowskich<sup>9</sup>.

Pierwszy oficjalny projekt dyrektywy opublikowano dopiero 12 lat później, tj. 19 stycznia 1989 r. Podstawą prac nad aktualnie przyjętą dyrektywą stał się jednak dopiero projekt z 1996 r. Projekt ten wciąż zawierał trudne do przyjęcia i kontrowersyjne rozwiązania wzorowane na regulacjach brytyjskich, dotyczących obowiązkowej instytucji wezwania oraz zakazujących organom władzy spółki, której akcje stały się przedmiotem wezwania, stosowania środków obronnych bez autoryzacji walnego zgromadzenia. Mimo zmodyfikowania i ograniczenia radykalności regulacji i ten dokument nie miał szans na akceptację większości państw członkowskich<sup>10</sup>. W 2001 r. Parlament Europejski odrzucił w głosowaniu projekt w wersji przedstawionej i zaakceptowanej przez Radę Wspólnoty<sup>11</sup>. O porażce koncepcji radykalnych rozwiązań zdecydowały przede wszystkim poglądy, jakoby spółki UE stałyby się łatwym celem do przejęć przez spółki krajów, gdzie system prawa nie przewiduje bezwzględnego zakazu stosowania środków obronnych<sup>12</sup>. Wydaje się jednak, iż głównym powodem były rozbieżności w zakresie stosunku do „wrogich przejęć” pomiędzy poszczególnymi krajami UE, a w szczególności pomiędzy Niemcami a Francją oraz krajami skandynawskimi.

---

<sup>8</sup> European Commission, *Recommendation of the European Community Commission of 25 July 1977 concerning a European Code of conduct relating to Transactions in transferable Securities*, OJEC No 1.212/37 of 20 August 1977; OJEC No 1.294/28 of 18 November 1977.

<sup>9</sup> House of Lords, *Select Committee on the European Communities, Approximation of Laws under Article 100 of the EEC Treaty* (House of Lords, Session 1977/78, 22<sup>nd</sup> Report, London 18 April 1978).

<sup>10</sup> Projekt został wprowadzić zaakceptowany przez Radę Wspólnoty, ale akceptacji nie zyskał w Parlamencie Europejskim w 2001 r., głosy rozłożyły się dokładnie w proporcji 273 za i 273 przeciw.

<sup>11</sup> Frits Bolkestein tak skomentował wynik głosowania (przekład własny): „(...) dwadzieścia lat pracy zostało zmarnowane dzisiejszą decyzją. Stanowi istotny krok wstecz dla osiągnięcia celów założonych w Strategii Lizbońskiej i integracji europejskiego rynku kapitałowego i uczynienia z Europy najbardziej konkurencyjnej gospodarki do 2010 r. Rynki kapitałowe, inwestorzy i europejskie spółki bardzo oczekiwały tej dyrektywy (...). Tragedią jest widzieć jak wspólny europejski interes został pogrzebany w imię partykularnych interesów członków wspólnoty (...)”, Press Release IP/01/943, Brussels 4<sup>th</sup> July 2001.

<sup>12</sup> K. Oplustil, *Obrona przed wrogim przejęciem publicznej spółki akcyjnej w prawie europejskim i polskim* (cz. I), PS 2006, nr 6, s. 13-14.

Porażka w pracach nad harmonizacją rynku przejęć w UE skłoniła Komisję Europejską do powołania grupy ekspertów, której zadaniem miało być sporządzenie raportu rynku przejęć wraz z propozycjami jego regulacji, które byłyby akceptowane przez członków Wspólnoty Europejskiej. W styczniu 2001 r. powołana została grupa ekspertów prawa spółek, ukonstytuowana pod nazwą *High Level Group of Experts* pod przewodnictwem prof. Jaap Wintera<sup>13</sup>. Po roku pracy przewodniczący grupy przedstawił efekty pracy zespołu, które opublikowane zostały w formie raportu w dniu 10 stycznia 2002 r. Raport Wintera stał się podstawą dla przygotowania trzeciego już projektu dyrektywy, który to projekt został opublikowany 2 października tego samego roku<sup>14</sup>.

W dniu 16 grudnia 2003 r. została uchwalona ostateczna wersja dyrektywy 2004/25/WE, która weszła w życie 21 kwietnia 2004 r. Wersja ta tak znacząco odbiegała od założonych celów, iż trudno oczekiwać, aby spełniała w istotnej mierze koncepcje jednolitego rynku przejęć w UE. Przedmiotowa dyrektywa uregulowała co prawda wiele kwestii, takich jak: wyznaczenie organów właściwych do nadzoru nad ofertami przejęcia (art. 4), ochrony akcjonariuszy mniejszościowych (art. 5), obowiązkowych informacji, jakie powinna zawierać oferta (art. 6), obowiązków informacyjnych w stosunku do oferty i spółek objętych zakresem dyrektywy (art. 8 i art. 10), zasady neutralności (art. 9) i przełamania (art. 11), przymusowej sprzedaży (art. 15) i wykupu (art. 16). Niestety w stosunku do najbardziej kontrowersyjnych, tj. zasady neutralności (art. 9) i zasady przełamania (art. 11) zastosowano tzw. ustalenie opcyjne (art. 12), czyli pozostawiono decyzję w tym zakresie ustawodawcom krajowym. W ten sposób idea ujednoczenia rynku przejęć została w praktyce zarzucona. Należy stwierdzić, iż w wyniku kompromisów zalecenia wynikające z tzw. raportu Wintera nie zostały inkorporowane do dyrektywy w najbardziej istotnych kwestiach, przez co XIII Dyrektywa UE stała się politycznym instrumentem, którego sukces stał się zależny od woli politycznej poszczególnych państw członkowskich, a w mniejszym stopniu – prawnym instrumentem harmonizującym rynek przejęć UE.

---

<sup>13</sup> European Commission, *Commissions Creates High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids* (Brussels 10 January 2002).

<sup>14</sup> European Commission, *Commission Proposes a Transparent Framework for takeover Bids*, Press Release IP/02/1402, Brussels, October 2002.

### 3. Instrumenty organizujące możliwość obrony publicznej spółki akcyjnej przed „wrogim przejęciem”

Ograniczenie możliwości podejmowania środków obrony przez spółki publiczne na gruncie XIII Dyrektywy UE opiera się na dwóch podstawowych zasadach będących fundamentami przedmiotowej dyrektywy. Po pierwsze, decyzja o ewentualnej obronie spółki musi należeć do akcjonariuszy spółki. Po drugie, w przypadku tych decyzji musi być zachowana zasada proporcji między zaangażowaniem kapitałowym, a wpływem na sprawy spółki. Realizację pierwszego postulatu ma zapewnić tzw. zasada neutralności (art. 9), drugiego natomiast tzw. zasada przełamania (art. 11).

#### 3.1. Zasada neutralności

W literaturze przedmiotu wskazano na szereg działań, jakie znajdują się w zakresie decyzyjnym funkcjonariuszy spółki, a które mogą być wykorzystane dla obrony spółki przed „wrogim przejęciem”<sup>15</sup>. Tytułem przykładu można wymienić następujące środki o charakterze reaktywnym: emisja nowych akcji w ramach kapitału docelowego<sup>16</sup>, nabycie akcji własnych z powołaniem się na konieczność zapobieżenia bezpośrednio zagrażającej spółce poważnej szkodzie<sup>17</sup>, zmiany w umowach dotyczących zasad zatrudniania i zwalniania funkcjonariuszy spółki<sup>18</sup>, nabywanie akcji lub udziałów innych spółek w celu stworzenia

---

<sup>15</sup> Tzw. reaktywne środki obrony (ang. *post-defensive tactics, post-offer defenses, reactive measures*), zob.: C. Podsiadlik, *Wrogie przejęcie spółki*, Warszawa 2003; I. Knurowska, *Ochrona przed wrogim przejęciem spółki akcyjnej*, Kraków 2000; K. Oplustil, *Obrona przed wrogim przejęciem publicznej spółki akcyjnej w prawie europejskim i polskim* (cz. II), PS 2006, s. 3.

<sup>16</sup> W szczególności, gdy emisja akcji następuje z wyłączeniem prawa poboru za zgodą rady nadzorczej (art. 447 § 1 zd. 2 KSH), szerzej na ten temat zob.: C. Podsiadlik, *Wrogie...*, *op. cit.*, s. 296 i n.

<sup>17</sup> C. Podsiadlik, *Wrogie...*, *op. cit.*, s. 155 i n. K. Oplustil, *Obrona...*, (cz. II), *op. cit.*, s. 3. Możliwość wykorzystania instytucji skupu akcji własnych w celu obrony przed wrogim przejęciem krytycznie ocenili: S. Sołtysiński, [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks handlowy. Komentarz*, t. II, Warszawa 1998, s. 452 oraz J. Napierała i T. Sójka, [w:] A. Koch, J. Napierała, *Prawo spółek handlowych*, Kraków 2005, s. 507.

<sup>18</sup> Na przykład tzw. *golden parachutes*, zob.: C. Podsiadlik, *Wrogie...*, *op. cit.*, s. 108 i n.; K. Oplustil, *Obrona...*, (cz. II), *op. cit.*, s. 3.

barier wynikających z prawa antymonopolowego<sup>19</sup>, kontroferta skierowana do akcjonariuszy spółki przejmującej<sup>20</sup>, sprzedaż najcenniejszych składników spółki<sup>21</sup>, zaciąganie zobowiązań znacznej wartości obniżające atrakcyjność spółki<sup>22</sup>, kampanie medialne dyskredytujące warunki oferty<sup>23</sup>.

Model przyjęty na gruncie XIII Dyrektywy UE wprowadził generalną zasadę neutralności zarządu i rady nadzorczej w przypadku pojawienia się oferty przejęcia spółki<sup>24</sup>. Zasada neutralności stanowi, iż w okresie przynajmniej<sup>25</sup> od momentu, gdy zarząd (rada nadzorcza) spółki-celu<sup>26</sup> otrzyma informację o wezwaniu, aż do momentu, gdy wynik wezwania zostanie podany do wiadomości lub wygaśnie, zarząd ten przed podjęciem jakichkolwiek działań mających na celu stworzenie trwałej przeszkody w uzyskaniu kontroli nad spółką przez oferenta, musi uzyskać zgodę walnego zgromadzenia (art. 9 ust. 2). Zgodnie z art. 9 ust. 6 do celów powyższej normy, tam gdzie spółka ma dwustopniową strukturę zarządzania, określenie „zarząd” oznacza zarówno zarząd, jak i radę nadzorczą spółki.

Od ogólnej zasady obowiązku uzyskania zgody walnego zgromadzenia dyrektywa przewiduje dwa wyjątki. Pierwszy zezwala władzom spółki podejmowanej podejmowanie działań mających na celu poszukiwanie kontroferenta (art. 9 ust. 2). Takie działania leżą w interesie akcjonariuszy, gdyż zazwyczaj oferta konkurencyjna prowadzi do podwyższenia proponowanej w wezwaniu ceny. Drugi wyjątek dotyczy decyzji podjętych przed ogłoszeniem wezwania. Władze spółki nie muszą uzyskiwać zgody na realizację już podjętych decyzji, nawet jeżeli mogą one wpływać na udaremnienie oferty, o ile tylko decyzje te nie wy-

<sup>19</sup> Tzw. *anti-trust defense*, zob.: C. Podsiadlik, *Wrogie...*, *op. cit.*, s. 388-393; K. Oplustil, *Obrona...*, (cz. II), *op. cit.*, s. 3.

<sup>20</sup> Tzw. *pacman defense*; zob.: C. Podsiadlik, *Wrogie...*, *op. cit.*, s. 384 i n.; K. Oplustil, *Obrona...*, (cz. II), *op. cit.*, s. 3.

<sup>21</sup> Tzw. *sale crown jewels*; spółka pozbywa się aktywów najcenniejszych z punktu widzenia podmiotu przejmującego, w tym także licencji, patentów, znaków towarowych itp., zob.: C. Podsiadlik, *Wrogie...*, *op. cit.*, s. 358; K. Oplustil, *Obrona...*, (cz. II), *op. cit.*, s. 3.

<sup>22</sup> *Ibidem*.

<sup>23</sup> C. Podsiadlik, *Wrogie...*, *op. cit.*, s. 399; K. Oplustil, *Obrona...*, (cz. II), *op. cit.*, s. 3.

<sup>24</sup> K. Haładyj, *Ustawa o ofercie publicznej, Komentarz*, Warszawa 2009, s. 459.

<sup>25</sup> Państwa członkowskie mogą wymagać, aby momentem była chwila, gdy zarząd dowie się o planowanym wezwaniu (art. 9, akapit 2, zd. 2).

<sup>26</sup> W spółkach, gdzie istnieją dwustopniowe struktury władzy, przez „zarząd” należy rozumieć też radę nadzorczą (art. 9 ust. 6). W przypadku art. 9 (zasada neutralności) uwaga ta dotyczy tylko kwestii podejmowania działań obronnych.



kraczącą poza zakres zwykłego zarządu sprawami spółki (art. 9 ust. 3). Wyjątek ten ma na celu umożliwienie wykonywania zarządowi i radzie nadzorczej spółki swoich statutowych zadań w okresie trwania wezwania<sup>27</sup>. Inne wcześniej podjęte, a niezrealizowane decyzje, które mogą udaremnić ofertę przejęcia, wymagają zatwierdzenia walnego zgromadzenia.

Obowiązkiem zarządu spółki w okresie trwania wezwania jest sporządzenie i opublikowanie pisemnej i uzasadnionej opinii o ofercie wraz z oceną wpływu dojścia oferty do skutku na interesy spółki, a w szczególności na zatrudnienie i lokalizację miejsc pracy. Poza podaniem do wiadomości publicznej, przedmiotowe stanowisko zarząd przedstawia przedstawicielom pracowników lub samym pracownikom (art. 9 ust. 5). Tym samym zarząd ma nie tylko możliwość, ale i ustawowy obowiązek przedstawienia publicznie swojej opinii co do wpływu ewentualnego przejęcia kontroli nad spółką na jej interesy, a tym samym – pośrednio – na interesy akcjonariuszy i interesariuszy spółki, ze szczególnym uwzględnieniem jej pracowników.

Gdyby zasada neutralności miała charakter bezwzględnie obowiązujący, uznać można byłoby, iż XIII Dyrektywa UE, w tym zakresie, rzeczywiście realizuje założony cel harmonizacji i minimalnej ochrony akcjonariuszy. Jej implementacja we wszystkich państwach członkowskich prowadziłyby do powstania jednolitych zasad działania władz spółki w czasie wezwań, co wpływałoby stymulująco na rozwój rynków kapitałowych i mogłoby stanowić istotny impuls w transgranicznych przejęciach spółek. Niestety, w wyniku kompromisu wprowadzono do XIII Dyrektywy UE art. 12 stanowiący w istocie zaprzeczenie tej idei. Zgodnie z treścią tego artykułu państwa członkowskie mają prawo do samodzielnej decyzji czy zasada neutralności znajdzie zastosowanie w stosunku do spółek podlegających ich prawu (tzw. opcja wyjścia). Jeżeli państwo członkowskie zdecyduje się skorzystać z tej opcji, to jedynym jego obowiązkiem, w odniesieniu do tej zasady, jest przyznanie spółkom możliwości dobrowolnej adaptacji tych zasad w statucie. Zdecydować o tym ma uchwała walnego zgromadzenia w trybie zmiany statutu<sup>28</sup>.

Dodatkowo państwa członkowskie mogą zezwolić spółkom na niestosowanie zasady neutralności w sytuacji, gdy spółki te staną się celem przejęcia przez spółkę, która nie stosuje zasady neutralności, albo jest kontrolowana

<sup>27</sup> K. Oplustil, *Obrona...*, (cz. I), *op. cit.*, s. 15.

<sup>28</sup> Art. 12 ust. 2 XIII Dyrektywy UE; informacja o uchwale powinna zostać przekazana do organów nadzoru nad rynkiem kapitałowym w państwie, w którym spółka ma siedzibę i w państwie, w którym papiery wartościowe zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym.

przez taką spółkę (art. 12 ust. 3). W takim przypadku podjęcie określonych środków obrony wymaga zgody walnego zgromadzenia akcjonariuszy spółki będącej przedmiotem oferty, przy czym zgoda ta nie może być wydana wcześniej niż 18 miesięcy przed podaniem oferty do publicznej wiadomości (art. 12 ust. 5). Wyznaczenie tego terminu ma chronić przed prewencyjnym zabezpieczeniem spółki w formie niejako blankietowo udzielonej zgody na podejmowanie środków obrony przez aktualnych akcjonariuszy spółki.

W świetle regulacji XIII Dyrektywy UE należy stwierdzić, iż wzorcowym rozwiązaniem ograniczenia możliwości podejmowania reaktywnych środków obrony jest przyznanie w tym zakresie wyłącznej kompetencji walnemu zgromadzeniu. Tym samym o możliwości podjęcia przez władze spółki środków obrony decydować powinni wyłącznie akcjonariusze spółki. W tym celu dyrektywa przewiduje możliwość wprowadzenia przez państwa członkowskie przepisów umożliwiających zwołanie walnego zgromadzenia w krótszym, niejako „awaryjnym” trybie, tak jednak, aby jego rozpoczęcie nie nastąpiło wcześniej niż po upływie dwóch tygodni od jego zwołania (art. 9 ust. 4).

### 3.2. Zasada przełamania

Odrębną regulację przewiduje XIII Dyrektywa UE w stosunku do środków obrony o charakterze prewencyjnym. Środki te nie mają na celu odparcia konkretnej próby przejęcia, a jedynie utrudnienie czy uniemożliwienie każdego potencjalnego przejęcia kontroli nad spółką wbrew woli członków władz spółki lub określonych grup akcjonariuszy. Zgodnie z treścią art. 11 ust. 1 i ust. 2 XIII Dyrektywy UE, od chwili, gdy oferta podana zostanie do publicznej wiadomości, wszelkie ograniczenia do przenoszenia własności papierów wartościowych przewidziane w umowie spółki-celu lub umowach zawartych między spółką a posiadaczami papierów wartościowych lub pomiędzy nimi, nie mają zastosowania wobec oferenta w terminie odpowiadania na ofertę. Zgodnie natomiast z ust. 3 ww. artykułu na walnym zgromadzeniu podejmującym decyzje co do środków obronnych, nie mają również zastosowania ograniczenia głosowe wynikające z umowy spółki-celu lub umów między spółką, a posiadaczami papierów wartościowych lub umów między posiadaczami papierów wartościowych<sup>29</sup>. Dodatkowy element konstruujący zasadę przełamania stanowi zapis znoszący wszelkie uprzywilejowania, co do głosu na walnym zgromadzeniu podejmującym uchwałę, w kwestii reaktywnych środków obronnych (art. 11 ust. 3).

---

<sup>29</sup> W przypadku umów istotna jest data wejścia w życie XIII Dyrektywy UE.

Do dalej jeszcze idących ograniczeń prowadzi sytuacja, gdy oferent uzyska przynajmniej 75% kapitału, z którym związane są prawa głosu w spółce. W takim przypadku na pierwszym walnym zgromadzeniu – zwołanym przez niego w celu zmiany statutu lub odwołania dotychczasowych i powołania nowych członków organów spółki – nie mają zastosowania żadne ograniczenia w zbywalności papierów wartościowych ani ograniczenia głosowe. Dodatkowo na tym walnym zgromadzeniu nie mają zastosowania żadne nadzwyczajne uprawnienia akcjonariuszy dotyczące mianowania lub odwoływania członków organów spółki przewidziane w umowie spółki (art. 11 ust. 4). Słusznie podnosi się w doktrynie, iż mimo braku w XIII Dyrektywie UE wyraźnego zapisu zezwalającego w takiej sytuacji przejmującemu na zniesienie ograniczeń i przywilejów nawet bez zgody zainteresowanych, to wykładnia celowościowa jednoznacznie wskazuje na taką możliwość. Dodatkowo z przewidzianego obowiązku zapewnienia „godziwej rekompensaty”<sup>30</sup> posiadaczom tych uprawnień wynika, że dla usunięcia przywilejów nie jest konieczna zgoda ich posiadaczy, i to zarówno w przypadku, gdy uprawnienia te związane są z akcjami, jak i wówczas, gdy zostały przyznane osobiście określonym akcjonariuszom<sup>31</sup>.

W kontekście „wrogich przejęć” na podkreślenie zasługuje fakt, iż zasada przełamania nie ma zastosowania w przypadku, gdy państwa członkowskie posiadają papiery wartościowe spółki będącej przedmiotem przejęcia, które to papiery przyznają im specjalne uprawnienia. Zasada przełamania również nie ma zastosowania w przypadku specjalnych uprawnień przewidzianych w prawie krajowym. W obu przypadkach wyłączenia zasady przełamania są możliwe, jeżeli wskazane regulacje są zgodne z Traktatem (art. 11 ust. 7).

W świetle regulacji XIII Dyrektywy UE należy stwierdzić, iż wzorcowym rozwiązaniem ograniczenia możliwości podejmowania prewencyjnych środków

---

<sup>30</sup> Art. 11 ust. 5. Dyrektywa nie stwierdza kto jest zobowiązany do świadczenia rekompensaty, ale wydaje się oczywistym, iż zobowiązany jest przejmujący jako akcjonariusz większościowy, z którego inicjatywy dokonuje się zmiana statutu.

<sup>31</sup> Raport tzw. Ekspertów Wysokiego Szczebla stanowi wyraźnie, iż zasada przełamania ma na celu uzyskanie przez przejmującego rzeczywistej kontroli nad spółką poprzez dokonanie odpowiednich zmian w statutach, tak by urzeczywistnić zasadę proporcjonalności zaangażowania kapitałowego z wpływem na spółkę, zob.: *Report of High Level Group of Company law Experts on issues related to takeover bids*, Bruksela 2002, dostępny na stronie [www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/company/news/hlg01-2002.pdf](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/hlg01-2002.pdf); K. Oplustil, *Obrona...*, (cz. I), *op. cit.*, s. 15; P. Mulbert, *Make it or break it: The break-through rule as a break-through for the European Directive*, [w:] G. Ferrarini, K.J. Hopt, J. Winter, E. Wymeersch, *Reforming Company and takeover law in Europe*, Oxford 2004, s. 711.

obrony przed „wrogim przejęciem” spółki akcyjnej jest zapewnienie akcjonariuszom w tym okresie realnego wpływu na sprawy spółki, tj. proporcjonalnie do zaangażowania kapitałowego.

## 4. Implementacja XIII Dyrektywy UE do polskiego systemu prawnego

Implementacja regulacji XIII Dyrektywy UE do polskiego systemu prawnego dokonana została 4 września 2008 r. poprzez nowelizację Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. *o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*<sup>32</sup>. W przypadku przepisów dotyczących znoszenia barier utrudniających przejęcie kontroli nad publiczną spółką akcyjną polski ustawodawca zdecydował się na skorzystanie z opcji wyjścia (art. 12 XIII Dyrektywy UE). Dotyczy to zarówno zasady neutralności, jak i zasady przełamania.

### 4.1. Implementacja zasady neutralności

Zgodnie z art. 80a ust. 1 OfertaPublU, statut spółki może przewidywać, że w trakcie trwania wezwania zarząd i rada nadzorcza tej spółki są obowiązane do uzyskania uprzedniej zgody walnego zgromadzenia na podjęcie czynności, których celem jest udaremnienie ogłoszonego wezwania. Powyższa zasada nie dotyczy czynności związanych z poszukiwaniem kontroferenta (art. 80a ust. 2). Konstruując art. 80a OfertaPublU ustawodawca nie zdecydował się więc na przyjęcie modelowego rozwiązania przewidującego generalną zasadę neutralności władz spółki w przypadku pojawienia się oferty przejęcia. To akcjonariusze mają zdecydować o wprowadzeniu zasady neutralności do statutu spółki.

Przy braku jakichkolwiek zapisów w tej materii, zarówno zarząd, jak i rada nadzorcza mają możliwość podejmowania wszelkich działań, które uznają za stosowne i adekwatne do zaistniałej sytuacji. Podjęcie takich działań, co do zasady, nie wymaga uprzedniej zgody ze strony walnego zgromadzenia, chyba że wynika to z przepisów prawa lub statutu. Podejmowane przez organy spółki czynności prawne i faktyczne muszą mieścić się w granicach interesu spółki. Tym samym, mając na względzie możliwy konflikt interesów w procesie „wrogiego przejęcia” spółki, członek władz spółki zgodnie z art. 377 KSH powinien

<sup>32</sup> Dz.U. Nr 184, poz. 1539 z późn. zm.

powstrzymać się od udziału w rozstrzygnięciu spraw, w których może się pojawić konflikt między jego interesem osobistym a interesem spółki. Teoretycznie niezastosowanie się do tego wymogu może skutkować odpowiedzialnością odszkodowawczą względem spółki opartą na domniemaniu winy (art. 483 KSH)<sup>33</sup>.

Przy podejmowaniu uchwały o udzieleniu lub nieudzieleniu zgody na podejmowanie działań obronnych statut przewiduje również, iż nie obowiązują ograniczenia wykonywania prawa głosu określone w statucie lub umowie zawartej pomiędzy spółką a akcjonariuszami spółki, albo w umowie między akcjonariuszami (art. 80a ust. 3 pkt 1)<sup>34</sup>, oraz nie obowiązują uprzywilejowania akcji dotyczące prawa głosu (art. 80a ust. 3 pkt 2). Rozwiązanie to stanowi element zasady przełamania, ale wiąże się bezpośrednio z zasadą neutralności i ma na celu wzmocnienie jej skuteczności. Zastosowane przez ustawodawcę w art. 80a ust. 3 wyrażenie: „(...) W przypadku, o którym mowa w ust. 1, statut przewiduje, że nie obowiązują: (...)” stwarza pewne wątpliwości interpretacyjne. Ustawa nie precyzuje konsekwencji braku tego zapisu w statucie, w przypadku gdyby do statutu wprowadzony został jednak zapis konstruujący zasadę neutralności. Wykładnia językowa wskazywałaby na nieważność postanowień statutowych, wprowadzających zasadę neutralności. Wydaje się jednak, iż wykładnia funkcjonalna oraz modelowa regulacja zawarta w XIII Dyrektywie UE nakazuje przyjąć, iż w takiej sytuacji następuje automatyczne wyłączenie istniejących uprzywilejowań lub ograniczeń dotyczących prawa głosu w przypadku podejmowania przez walne zgromadzenie uchwał dotyczących upoważnienia władz spółki do podjęcia działań obronnych<sup>35</sup>. Zapis ten wiąże się bezpośrednio z zasadą neutralności i ma na celu wzmocnienie jej skuteczności.

Ustawodawca polski nie zdecydował się na implementację art. 9 ust. 4. XIII Dyrektywy UE, który to artykuł przewiduje możliwość zwołania w trybie przyspieszonym walnego zgromadzenia mającego podjąć uchwałę w przedmiocie wydania zgody na podjęcie przez organy spółki działań mających na celu utrudnienie przejścia kontroli. Takie rozwiązanie zmniejsza skuteczność zasady przełamania nawet jeżeli akcjonariusze zdecydowaliby się na jej wprowadzenie do statutu spółki.

Art. 80c ust. 1 OfertaPublU dodatkowo implementuje tzw. słabsze prawo opcji, czyli zezwala walnemu zgromadzeniu na podjęcie uchwały, że postano-

<sup>33</sup> K. Haładyj, *Ustawa..., op. cit.*, s. 460.

<sup>34</sup> O ile umowa taka weszła w życie po dniu 21 kwietnia 2004 r. (art. 80a ust. 3 pkt 1), przy czym ograniczenia nie dotyczą akcjonariuszy, którym z tytułu tych ograniczeń przysługują szczególne korzyści pieniężne (art. 80a ust. 4).

<sup>35</sup> K. Haładyj, *Ustawa..., op. cit.*, s. 460.

wienia statutu wprowadzające zasadę neutralności (także przełamania) nie mają zastosowania w przypadku wezwania ogłaszanego przez wzywającego, będącego spółką publiczną nie stosującą ww. zasad, bądź przez podmiot od niej zależny<sup>36</sup>. Tym samym ustawodawca polski skorzystał z obu opcji i zrezygnował z ustawowych regulacji o charakterze bezwzględnie obowiązującym w stosunku do reaktywnych środków podejmowanych przez zarząd (ang. *post-bid defensive measures*).

#### 4.2. Implementacja zasady przełamania

Ustawodawca polski nie zdecydował się na pełną implementację art. 11 ust. 1-4 XIII Dyrektywy UE. Podobnie jak w przypadku zasady neutralności, dyrektywa przewiduje możliwość skorzystania przez państwo członkowskie z opcji wyjścia, tj. art. 12 XIII Dyrektywy UE, z podobnymi niestety konsekwencjami w stosunku do założonych celów i intencji autorów ww. dyrektywy. Polski ustawodawca skorzystał z takiej możliwości, nowelizując ustawę OfertaPublU, wprowadzając w tym zakresie regulacje art. 80b, art. 80c oraz art. 80d. Tym samym zrezygnowano z wprowadzenia bezwzględnie obowiązującej zasady przełamania i reguła ta została przeniesiona na płaszczyznę wewnątrzspółkową. To sami akcjonariusze zdecydują, czy wprowadzić zapisy statutowe, ułatwiające potencjalne „wrogie przejęcie”.

Art. 80b ust. 1 OfertaPublU umożliwia wprowadzenie do statutu zapisów wyłączających ograniczenia w zbywalności akcji (statutowe i umowne) w przypadku zbywania akcji w odpowiedzi na wezwanie do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki. W przypadku wyłączania ograniczeń wynikających z ważnie zawartych umów cywilnoprawnych muszą powstać wątpliwości co do skuteczności takich statutowych klauzul, szczególnie, gdy wierzycielem jest osoba trzecia. Postanowienia statutowe nie są normami prawa powszechnie obowiązującego – w sytuacji, gdy zobowiązany akcjonariusz zbędzie swoje akcje wbrew postanowieniom umownym, klauzula statutowa zasady przełamania nie uchroni go przed możliwą odpowiedzialnością odszkodowawczą<sup>37</sup>.

Art. 80b ust. 2 reguluje szczególną sytuację, gdy w następstwie wezwania na wszystkie pozostałe akcje spółki akcjonariusz osiągnął co najmniej 75% ogólnej liczby głosów w spółce. W takim przypadku tracą ważność wszelkie

---

<sup>36</sup> W celu unikania nadużyć wprowadzono jednak ograniczenie czasowe ww. uchwały do 18 miesięcy (art. 80c ust. 2).

<sup>37</sup> K. Haładyj, *Ustawa..., op. cit.*, s. 463.

statutowe ograniczenia zbywalności akcji lub wykonywania prawa głosu, jak również wynikające ze statutu szczególne uprawnienia akcjonariuszy w zakresie powoływania lub odwoływania zarządu lub rady nadzorczej. Dodatkowo w takiej sytuacji na pierwszym walnym zgromadzeniu po przeprowadzeniu wezwania, w przypadku, gdy planowany porządek obrad przewiduje podjęcie uchwał w sprawie zmiany statutu lub powołania (odwołania) członków zarządu lub rady nadzorczej, z każdej akcji uprzywilejowanej co do głosu, przysługuje jeden głos (art. 80b ust. 3). Wprowadzenie do statutu powyższych klauzul wymaga szczególnego trybu zmiany statutu, tj. art. 415 §3 KSH. Możliwości ich wprowadzenia będą zależały zatem od zgody akcjonariuszy, których uprawnienia będą mogły ulec uszczupleniu w związku z pojawieniem się w spółce akcjonariusza dysponującego co najmniej 75% głosów. Tym samym, wprowadzenie zasady przełamania do statutów spółek jest mało realne, chyba że połączone zostanie z wysokim odszkodowaniem, które obciąża wzywającego (art. 80d), zwiększając tym samym koszty przejęcia, kreując swoistego rodzaju prewencyjny środek obrony.

Zasadę przełamania i neutralności uzupełnia regulacja uprawniająca walne zgromadzenie do podjęcia uchwały wyłączającej stosowanie tych zasad w określonych sytuacjach (art. 80c). Art. 80c OfertaPublU implementuje tym samym tzw. małą opcję wyjścia, zgodnie z którą walne zgromadzenie może podjąć uchwałę, że postanowienia statutu tworzące zasadę przełamania (neutralności) nie mają zastosowania w przypadku wezwania ogłoszonego przez podmiot będący spółką publiczną niestosującą zasady neutralności i przełamania (art. 80c ust. 1)<sup>38</sup>. Wykładnia literalna wskazuje, że możliwość podjęcia uchwały wyłączającej stosowanie postanowień statutu, które zostały wprowadzone na podstawie art. 80a lub 80b OfertaPublU, uzależnione jest od tego czy statut spółki przejmującej przewiduje zasadę neutralności lub zasadę przełamania. Jeżeli statut spółki przejmującej przewiduje choćby jedną z przedmiotowych zasad, walne zgromadzenie spółki-celu nie może skutecznie podjąć uchwały wyłączającej. W tym kontekście rozważenia wymaga zakres postanowień statutowych konstruujących zasadę przełamania. Wydaje się, że wykładnia funkcjonalna pozwala uznać, że spółka wprowadziła zasadę przełamania, jeśli w postanowieniach statutu znajduje się którakolwiek z klauzul wskazanych w art. 80b OfertaPublU lub jakakolwiek inna klauzula mająca podobny skutek<sup>39</sup>. Odrębną kwestię stanowi, kto jest uprawniony do oceny zapisów statutowych spółki przejmującej

<sup>38</sup> Dotyczy to także podmiotu zależnego od spółki publicznej, niestosującej zasady neutralności i przełamania.

<sup>39</sup> K. Haładyj, *Ustawa..., op. cit.*, s. 465.

i tym samym do stwierdzenia czy skutki uchwały dotyczą, czy nie dotyczą konkretnej spółki przejmującej. Należy uznać, że podmiotem takim w pierwszej kolejności jest zarząd spółki-celu. O wynikach analizy poinformowani powinni być akcjonariusze w ramach publikacji stanowiska na zasadach określonych w art. 80 OfertaPublU<sup>40</sup>. Uchwała może jednak wskazywać inny podmiot (organ) uprawniony do oceny statutu spółki przejmującej przez pryzmat zasady neutralności i przełamania. Uchwała o wyłączeniu zasady neutralności i przełamania obowiązuje maksymalnie przez 18 miesięcy od dnia jej wejścia w życie (art. 80c ust. 2) i podejmowana powinna być w trybie przewidzianym dla zmian statutu. Jeżeli w spółce funkcjonują jakiegokolwiek ograniczenia w zakresie, w którym podlegają one uchyleń w związku z obowiązaniem w spółce zasady neutralności i przełamania, podjęcie uchwały wyłączającej, wymagać będzie zgody akcjonariuszy podlegających pierwotnie tym ograniczeniom.

Kolejna uzupełniająca regulacja nakazuje, aby w statucie przewidziane były warunki ustalania i wypłaty godziwego odszkodowania dla akcjonariuszy, których uprawnienia zostały ograniczone w wyniku wprowadzenia do statutu zasady przełamania (także neutralności) (art. 80d ust. 1). Warunki stanowiące podstawę do określenia wysokości odszkodowania powinny być adekwatne do wpływu akcjonariusza na proces decyzyjny (art. 80c ust. 2). Realizacja tej zasady może napotkać poważne trudności. Problem może sprawiać nie tylko rynkowa wycena wartości ograniczenia uprawnień osobistych (np. uprawnienie powoływania określonej liczby członków zarządu lub rady nadzorczej), ale także uprawnień dotyczących prawa głosu. Jednoznaczne i precyzyjne określenie zasad ustalania wysokości odszkodowania jest istotne nie tylko dla akcjonariuszy, którzy mogą potencjalnie utracić swoje uprawnienia, ale także z punktu widzenia interesów podmiotu przejmującego. Nieprecyzyjne zapisy statutowe w tym zakresie utrudniają ustalenie kosztów przejęcia kontroli. W każdym razie zgodnie z art. 80d ust. 3 OfertaPublU odszkodowanie winno być wypłacone przez wzywającego nie później niż w terminie 30 dni od daty walnego zgromadzenia, podczas którego akcjonariusz nie mógł wykonywać przysługujących mu uprawnień.

---

<sup>40</sup> *Ibidem*, s. 465.



### 4.3. Ocena sposobu implementacji zasady neutralności i zasady przełamania do prawa polskiego

Skorzystanie przez polskiego ustawodawcę z opcji wyjścia w stosunku do zasady neutralności należy ocenić krytycznie. Przyjmując za słuszny pogląd o korzystnym wpływie „wrogich przejęć” na funkcjonowanie spółek akcyjnych, stwierdzenie to można uzasadnić, przytaczając kilka istotnych argumentów. Po pierwsze, wprowadzając zasadę neutralności, jako bezwzględnie obowiązujący przepis, Polska dałaby czytelny sygnał inwestorom, że jest krajem otwartym na inwestycje i swobodny przepływ kapitału. Zwiększyłyby się tym samym płynność akcji polskich spółek oraz możliwość pozyskiwania nie tylko kapitału, ale i technologii oraz *know-how*. Po drugie, dla inwestorów krajowych byłby to sygnał do akwizycji i podejmowania działań restrukturyzacyjnych, zapewniających efektywną alokację kapitału. Po trzecie, zarządy nieefektywnie zarządzanych spółek byłyby dyscyplinowane i mobilizowane również poprzez mechanizmy rynku przejęć. Po czwarte, rezygnacja z bezwzględnie obowiązującego charakteru zasady neutralności w pewnym sensie legitymizuje organy spółek do podejmowania działań obronnych o charakterze reaktywnym, zgodnie uznanych w literaturze za najbardziej niebezpieczne z punktu widzenia interesów spółki i akcjonariuszy. Na gruncie polskiego prawa trudno bowiem sformułować tezę, iż do kompetencji funkcjonariuszy należy oddziaływanie na strukturę akcjonariatu spółki<sup>41</sup>. Tym samym funkcjonariusze spółki, wykorzystując dostępne instytucje prawne, choć nieprzeznaczone bezpośrednio do tego celu, mogą utrudniać przejęcie kontroli nad spółką, uzasadniając to interesem spółki. Interes spółki stanowi wprawdzie kategorię autonomiczną w stosunku do interesów akcjonariuszy i interesariuszy spółki, ale nie może być rozpatrywany w oderwaniu od ekonomicznych interesów akcjonariuszy, których realizacji służy instytucja spółki akcyjnej. Dlatego organy spółki nie powinny powoływać się na interes spółki w celu uzasadnienia działań, w wyniku których akcjonariusze pozbawieni będą szansy realizacji zysku poprzez sprzedaż akcji podmiotowi wzywającemu. Adresatami wezwania są bowiem akcjonariusze spółki i to wyłącznie oni powinni decydować o akceptacji warunków oferty wezwania<sup>42</sup>. Po piąte wreszcie, skorzystanie z prawa opcji w stosunku do spółek publicznych wskazuje, iż zasada neutralności nie stanowi wzorca dla spółek niepublicznych.

<sup>41</sup> K. Oplustil, *Obrona...*, (cz. II), *op. cit.*, s. 4.

<sup>42</sup> *Ibidem*, s. 4

Tym samym ustawodawca zrezygnował z ustalenia wzorca postępowania organów spółki w procesach „wrogich przejęć” dla wszystkich spółek akcyjnych.

W kontekście powyższego, spotykane w literaturze przedmiotu postulaty *de lege ferenda*, aby zasada neutralności, z uwzględnieniem wyjątków, implementowana została jako regulacja bezwzględnie obowiązująca<sup>43</sup>, należy uznać za zasadne. Władze spółki powinny pozostać neutralne, a dla podjęcia środków obronnych powinny uzyskać stosowną autoryzację walnego zgromadzenia, zwoływanego w przyspieszonym trybie, tak jak przewiduje to XIII Dyrektywa UE. Wskazane byłyby również rozwiązania zapewniające pełną transparentność intencji działań członków władz spółki, wzorowane choćby na regulacjach niemieckich czy brytyjskich<sup>44</sup>. W celu zabezpieczenia zasady neutralności polskie prawo powinno przewidywać sankcje cywilne, a być może karne<sup>45</sup>. Paradoksalnie należy uznać zatem, iż dodatkowa regulacja prawna o charakterze bezwzględnie obowiązującym wpływałaby na liberalizowanie rynku przejęć i rynku kontroli.

Sposób implementacji zasady przełamania nie podlega tak jednoznacznej ocenie, jak w przypadku zasady neutralności. Z jednej strony, w przypadku spółek akcyjnych wszelkie ograniczenia w zbywalności akcji, ograniczenia w wykonywaniu prawa głosu czy uprzywilejowania co do głosu, należy uznać za odstępstwo od natury tych spółek. Tym bardziej utrzymanie ich w okresie wezwania znacząco może utrudnić skuteczność przejęcia kontroli nad spółką, uniemożliwiając ich restrukturyzację i efektywną alokację kapitału. Spółka wprowadzająca prewencyjne środki obronne staje się mniej atrakcyjna dla inwestorów, którzy traktowani są, i tak to odczuwają, jedynie jako dostarczyciele kapitału. Bezpośrednią konsekwencją takiego stanu rzeczy jest niska płynność papierów wartościowych emitowanych przez spółkę, a co za tym idzie, jej rynkowa wycena. Z drugiej strony jednak, wprowadzenie prewencyjnych środków obrony jest następstwem decyzji samych akcjonariuszy. Tego rodzaju zabezpieczenia, ze względu na ich statutowy lub umowny charakter, są bardziej przystające do natury spółki akcyjnej niż te, które podejmowane są przez funkcjonariusz-

---

<sup>43</sup> *Ibidem*, s. 5.

<sup>44</sup> Tytułem przykładu: art. 33 ust. 3 niemieckiej ustawy o przejęciach zakazuje jakichkolwiek świadczeń ze strony podmiotu przejmującego na rzecz zarządu spółki przejmowanej, *Rule 25, The City Code* zobowiązuje członków zarządu do ujawniania w formie pisemnego oświadczenia wszelkich powiązań łączących ich z podmiotem wzywającym, jak również przedstawienie zasad ich zatrudnienia w spółce z uwzględnieniem ostatnich zmian oraz przewidzianych ewentualnie odpraw.

<sup>45</sup> K. Oplustil, *Obrona...*, (cz. II), *op. cit.*, s. 5.

szy spółki. W tym wypadku niebezpieczeństwo nadużywania przez funkcjonariuszy spółki środków obrony przed przejęciem, których faktycznym motywem są ich partykularne interesy, jest znacznie mniejsze<sup>46</sup>. Podnoszone w literaturze argumenty, iż wprowadzenie zasady przełamania w formie bezwzględnie obowiązującej normy stanowiłoby: „(...) istotny wyłom w aktualnej regulacji prawa polskiego (...)”<sup>47</sup>, nie są przekonujące. Wprowadzenie przedmiotowej zasady zbliżałoby do wzorcowego modelu publicznej spółki akcyjnej, przynajmniej w okresie trwania wezwania.

Gdyby art. 11 XIII Dyrektywy UE był implementowany do polskiego systemu prawnego jako norma bezwzględnie obowiązująca, oznaczałoby to, iż statutowe i umowne ograniczenia w zakresie zbywalności papierów wartościowych spółki oraz ograniczenia głosowe nie znajdują zastosowania – przynajmniej w okresie trwania wezwania. Takie rozwiązanie rzeczywiście byłoby istotnym krokiem do pełnego urzeczywistnienia zasady proporcjonalności kapitału i kontroli w spółkach akcyjnych, która to zasada stanowi jeden z wyznaczników natury tej spółki, a w szczególności spółki akcyjnej<sup>48</sup>. Skorzystanie ustawodawcy z opcji wyjścia, czyli pozostawienie decyzji w tym zakresie samym akcjonariuszom, a w praktyce założycielom spółki, trudno ocenić pozytywnie.

Na podkreślenie zasługuje jednocześnie fakt, iż reguła przełamania nie dotyczyłaby wówczas szczególnych uprawnień przysługujących Skarbowi Państwa w spółkach o istotnym znaczeniu dla porządku i bezpieczeństwa publicznego na podstawie ustawy z 3 czerwca 2005 r., bowiem art. 11 ust. 7 XIII Dyrektywy UE wyłącza szczególne uprawnienia państwa spod działania zasady przełamania, o ile tylko są zgodne z Traktatem.

Wprowadzenie zasady przełamania w formie bezwzględnie obowiązującej normy prawnej, stanowiłoby zatem istotny element stymulujący rozwój rynku kapitałowego w Polsce. *De lege ferenda* należy opowiedzieć się za nadaniem tej zasadzie bezwzględnie obowiązującego charakteru.

---

<sup>46</sup> *Ibidem*, s. 8.

<sup>47</sup> Zasada ta stanowiłaby istotny wyłom w aktualnej regulacji polskiego prawa, które wyklucza możliwość pozbawienia uprawnień przyznanych osobiście akcjonariuszom wbrew ich woli (art. 415 § 3 KSH), por. K. Oplustil, *Obrona...*, (cz. II), *op. cit.*, s. 8.

<sup>48</sup> M. Romanowski, *Zasada jednakowego traktowania udziałowców spółki kapitałowej*, (cz. I), PPH 2005, nr 1, s. 10; K. Oplustil, *Obrona...*, (cz. II), *op. cit.*, s. 7.

## 5. Podsumowanie

Przeprowadzona w tym rozdziale analiza regulacji XIII Dyrektywy UE w zakresie możliwości ograniczania dopuszczalności podejmowania reaktywnych i prewencyjnych środków obrony przez funkcjonariuszy spółki pozwala na sformułowanie następujących wniosków:

1) Fakt uchwalenia XIII Dyrektywy UE, odnoszącej się również do dopuszczalności stosowania środków obronnych świadczy, że prawodawca UE nie tylko uznaje dopuszczalność „wrogich przejęć”, ale wręcz, ograniczając możliwość utrudniania dokonania przejęcia, uznaje takie przejęcia za pożądane zjawisko gospodarcze.

2) Regulacje dyrektywy wskazują jednoznacznie na słuszność tezy, iż obrona przed tzw. „wrogimi przejęciami”, szczególnie obrona podejmowana przez zautonomizowane władze spółki, stanowi zaburzenie zasad funkcjonowania spółki i działania takie należy uznać za trudne do pogodzenia z naturą spółek akcyjnych, szczególnie publicznych. Analiza zapisów konstruujących zasadę przełamania (art. 11) i neutralności (art. 9) wskazuje jednoznacznie, iż intencją autorów dyrektywy było ułatwienie przejęć także tych, które odbywają się wbrew woli władz spółki, czy określonych grup akcjonariuszy.

3) XIII Dyrektywa UE wprowadza dwa podstawowe wzorce w zasadach ograniczenia dopuszczalności stosowania środków obrony przed przejęciem publicznej spółki akcyjnej, po pierwsze, decyzja o podejmowaniu reaktywnych środków obrony przez zarząd spółki należy do wyłącznej kompetencji akcjonariuszy, po drugie, w okresie trwania wezwania w spółce musi być urzeczywistniona zachowana zasada proporcjonalności kapitału i kontroli.

4) XIII Dyrektywa UE nie spełniła pokładanych w niej nadziei w zakresie podstawowego celu, jakim było stworzenie tzw. równego pola gry (ang. *level playing field*) w UE dla przejęć spółek publicznych poprzez zniesienie barier dla dokonywania „wrogich przejęć”. Nie oznacza to, iż przedmiotowa dyrektywa nie stanowiła pozytywnego impulsu dla problematyki ograniczania możliwości stosowania środków obrony. Za istotny wkład w ten rozwój należy uznać, po pierwsze, wskazanie wzorców w zakresie zasad ograniczania dopuszczalności stosowania środków obrony (art. 9 i art. 12), po drugie, zwiększenie transparentności w zakresie stosowanych przez spółki publiczne rozwiązań utrudniających przejęcie (art. 10), po trzecie, wymóg jednoznacznego określenia, czy spółki podlegające ich prawu muszą, czy jedynie mogą stosować zasadę neutralności zarządu oraz zasadę przełamania.

5) Dodatkowym pozytywnym rezultatem jest fakt, iż mimo że zakres dyrektywy odnosi się do spółek publicznych, to stanowi pewien wzorzec również dla spółek prywatnych. Tym samym prawodawca europejski wskazuje pośrednio na pewne kierunki wykładni wielu regulacji normatywnych i etycznych, których adresatami są przede wszystkim członkowie władz spółek, ale również akcjonariusze i interesariusze spółki.

6) Sposób implementacji zasady neutralności i zasady przełamania do polskiego prawa należy ocenić krytycznie. Uwaga ta odnosi się szczególnie do pierwszej z zasad. Skorzystanie z przewidzianej w dyrektywie opcji wyjścia i pozostawienie decyzji w kwestii implementacji przedmiotowych zasad do statutów spółek akcjonariuszom oznacza, że ustawodawca polski niestety nie określił jednoznacznie swojego stanowiska w kwestii tzw. „wrogich przejęć” i dopuszczalności środków obrony przed nimi. Zakres i sposób implementacji wskazuje raczej na fakt, iż polski ustawodawca nie uznaje „wrogich przejęć” jako pożądanego sposobu koncentracji kapitałowej i konsolidacji spółek<sup>49</sup>.

7) Brak jednoznacznego stanowiska polskiego ustawodawcy w zakresie oceny „wrogich przejęć” nie wpływa korzystnie na kształtowanie się zasad wykonywania mandatu członka zarządu i rady nadzorczej w warunkach „wrogiego przejęcia” spółki.

8) *De lege ferenda* należy opowiedzieć się za nadaniem zasadzie neutralności i zasadzie przełamania bezwzględnie obowiązującego charakteru. Pełna implementacja XIII Dyrektywy UE wpływałaby stymulująco na rozwój polskiego rynku kapitałowego.

Reasumując należy stwierdzić, iż polski ustawodawca nie zajął jednoznacznego stanowiska w kwestii „wrogich przejęć” i dopuszczalności podejmowania środków obrony przed nimi. Formalnie wyposażył spółki publiczne w instrumenty ograniczające możliwość stosowania reaktywnych i prewencyjnych środków obrony przed „wrogim przejęciem”. Jednak fakt, iż decyzja w zakresie ich zastosowania należy wyłącznie do decyzji założycieli (akcjonariuszy) stawia pod znakiem zapytania skuteczność takiej regulacji i jej wpływ na rozwój polskiego rynku kapitałowego. Tym samym Polska współuczestniczyła w „pogrzebaniu” jednego z celów Strategii Lizbońskiej, tj. integracji ryn-

---

<sup>49</sup> Faktem jest, iż stanowisko takie zgodne jest z spotykaną w krajach Europy kontynentalnej niechęcią do wrogich przejęć, uznającą iż: „(...) ich konfliktowa natura (...) sprzeczna jest z kontynentalną tradycją kompromisu (...)”, zob.: S. Sudarsanam, *Fuzje i przejęcia*, Warszawa 1998, s. 214; oraz „(...) obca romańskiej kulturze prawne” (...), zob.: J.P. Barrel, M. Jeantin, *Acquisitions et fusions des sociétés commerciales*, Paris 1994, s. 135; cyt. za: C. Podsiadlik, *Wrogie..., op. cit.*, s. 56.

ku kapitałowego i uczynienia z Europy bardziej konkurencyjnej gospodarki. Wspólny interes europejski nie wytrzymał próby i konfrontacji z partykularnymi interesami członków UE. Brak jednoznacznego stanowiska polskiego ustawodawcy w zakresie oceny „wrogich przejęć” nie wpływa też korzystnie na kształtowanie się zasad wykonywania mandatu członka rady nadzorczej w warunkach przejęcia spółki.

## Forming the principles of exercising the mandate of a joint-stock company's functionary in the conditions of a hostile takeover in view of the XIII Directive of the European Parliament and the Council of Europe on the offers of takeover (2004/25/WE)

### Summary

The article discusses the principles to be observed by the directors of a joint-stock company in the conditions of a hostile takeover in view of the regulations of the XIII EU Directive on the offers of takeover. The dogmatic and legal analysis aims at verifying two research theses: (1) the regulations of the XIII EU Directive prove that EU interprets hostile takeovers as beneficial economic phenomena, while harmonising the principles regulating takeovers of public companies is considered one of the basic conditions for the emergence of a strong European capital market; (2) the consequence of recognising hostile takeovers as a beneficial phenomenon in the capital market is the restriction of the possibilities of defence on the part of a company's functionaries. In its conclusion the article presents the results of the analysis, which verify the theses presented above and constitute the grounds for formulating the conclusions *de lege ferenda*.

Die Gestaltung der Grundsätze der Mandatsausübung  
durch die Organmitglieder einer Aktiengesellschaft  
im Falle einer „feindlichen Übernahme“  
auf der Grundlage der 8. Richtlinie des Europäischen  
Parlaments und des Rates betreffend  
Übernahmeangebote (2004/25/WE)

Zusammenfassung

Gegenstand der in diesem Artikel aufgenommenen Überlegungen sind die Grundsätze, nach denen die Organmitglieder einer Aktiengesellschaft im Falle einer feindlichen Übernahme unter Bezugnahme auf die 8. Richtlinie der EU betreffend Übernahmeangebote zu handeln haben. Das Hauptziel der rechtlich-dogmatischen Analyse ist die Probe, zwei grundsätzliche Forschungsthesen zu verifizieren. Die erste These beruht auf der Feststellung, dass die Regelungen der 8. Richtlinie der EU davon zeugen, dass feindliche Übernahmen für die EU als günstige wirtschaftliche Erscheinungen gelten und die Harmonisierung der Grundsätze, nach denen die Kontrolle über die öffentlichen Gesellschaften übernommen wird, für eine der grundsätzlichen Entstehungsbedingungen eines starken europäischen Kapitalmarktes gehalten wird. Die zweite These beruht auf der Feststellung, dass die Einschränkung der Möglichkeit der Organmitglieder einer Gesellschaft, Verteidigungsmaßnahmen zu treffen, die Folge dessen ist, dass die feindlichen Übernahmen als eine günstige wirtschaftliche Erscheinung des Kapitalmarktes betrachtet werden. Die zum Schluss des Artikels als Ergebnis der durchgeführten Analyse vorgestellten Schlussfolgerungen, begründen die Verifizierung der vorgenannten Forschungsthesen und stellen eine Grundlage für die Formulierung von *de lege ferenda* Schlüssen dar.